A FANTASIA DO CAPITAL SOCIAL

Fernando Shayer

1. A tutela dos credores sociais pela Lei Societária: 1.1 Responsabilidade limitada e valor. 2. A disciplina legal brasileira; capital social. 3. Elementos para um modelo alternativo: 3.1 Sociedades sujeitas ao novo regime – 3.2 Princípio orientador do modelo alternativo – 3.3 Critérios para distribuição de bens patrimoniais – 3.4 Política – 3.5 Manifestação dos credores – 3.6 Proposta de distribuição de bens – 3.7 Responsabilidade – 3.8 Formação do capital social.

Os bens e direitos que constituem o patrimônio de uma sociedade respondem pelas suas obrigações. Como, por meio do exercício do direito de voto, os acionistas têm a prerrogativa de fazer com que tais bens sejam distribuídos a eles, daí surge um potencial conflito com a sociedade e seus diversos *stakeholders*, mormente credores, que podem ter interesse em tais bens. A Lei Societária interfere nesse conflito ao regular as circunstâncias e os limites em que os bens patrimoniais podem ser distribuídos aos sócios, incluindo-se por meio de operações de resgate, amortização, recompras de ações e distribuições de lucros.[1]

A disciplina legal brasileira referente às distribuições dos bens do patrimônio social aos sócios é essencialmente baseada no instituto do capital social. As premissas com base nas quais essa disciplina é construída são fundamentalmente falsas e acarretam um modelo ineficiente, distante do melhor interesse da sociedade e que não confere tutela efetiva aos credores sociais. É o argumento neste artigo.

Para tanto, no item 1, como pano de fundo, questiono em que medida a Lei Societária deve conceder aos credores sociais proteções adicionais àquelas conferidas pelas demais leis que regulam o relacionamento entre credores e devedores e apresento os parâmetros que devem estar presentes para tornar esse regime de proteção eficiente à sociedade e aos seus diversos *stakeholders*. No item 2 abordo os principais elementos do regime societário brasileiro de proteção aos credores, notadamente no que concerne ao instituto do capital social, e discuto as ineficiências desse modelo. Por fim, no item 3 apresento os elementos principais de um modelo alternativo de regulação dessas distribuições.

1. Neste artigo uso a expressão "distribuições de bens do patrimônio social aos sócios" (e similares) para designar negócios pelos quais a sociedade transfira aos seus sócios a titularidade de parte dos seus bens ou direitos e não receba contraprestação correspondente – tais como, dentre outros, nos casos de resgate, amortização, redução de capital e distribuição de lucros. Assim, não trato das situações em que a transferência de titularidade do bem patrimonial ocorra no âmbito de um contrato de alienação de bens ou direitos entre os acionistas e a sociedade, que tem regramento próprio e deve ser feito em bases estritamente comutativas, nos termos da Lei Societária.

1. A tutela dos credores sociais pela Lei Societária

O relacionamento entre credores e devedores (incluindo-se sociedades por ações) é amplamente regulado por meio de diversas leis. Nos termos do art. 477 do CC, para se defender na hipótese de diminuição patrimonial do devedor, o credor quirografário pode recusar-se a cumprir sua obrigação, ou requerer um reforço de garantias. O credor pode também pleitear a anulação de negócio jurídico realizado pelo devedor insolvente, ou que venha a se tornar insolvente por meio do negócio impugnado, conforme o art. 158 do CC. No contexto falimentar, conforme os arts. 129 e ss. da Lei de Falências, são ineficazes determinados negócios realizados pelo devedor no período suspeito.

Credores são, assim, protegidos com relação aos negócios abusivos ou danosos que a sociedade possa fazer quando sua situação financeira se encontra demasiadamente fragilizada. Além dessas leis, é também praxe na vida cotidiana das sociedades que uma boa parcela de seus credores (alguns deles, quirografários) proteja a qualidade de seus créditos por meio de cláusulas contratuais restritivas (*covenants*) que limitam a distribuição dos bens patrimoniais aos sócios antes da satisfação parcial ou total dos créditos.

Apesar (e além) dessas proteções, a Lei Societária estabelece um regime próprio de tutela aos credores, segundo o qual, via de regra, ela impede os sócios de acessarem os bens patrimoniais da sociedade abaixo do limite do capital social. Como ponto de partida para a análise sobre a eficiência desse regime, indago os limites dentro dos quais essa proteção adicional por parte da Lei Societária faz sentido.

1.1 Responsabilidade limitada e valor

Um dos pilares de sustentação das sociedades anônimas é a responsabilidade limitada dos sócios pelas obrigações sociais. Segundo Kraakman: "Business corporations have a fundamentally similar set of legal characteristics – and face a fundamentally similar set of legal problems – in all jurisdictions. Consider, in this regard, the *basic legal characteristics* of the business corporation. To anticipate our discussion below, there are five of these characteristics, most of which will be easily recognizable to anyone familiar with business affairs. They are: legal personality, *limited liability*, transferable shares, delegated management under a board structure, and investor ownership"[2] (grifei).

Como, em decorrência dessa característica básica das sociedades por ações, os credores têm acesso exclusivamente ao patrimônio social para a satisfação de seus créditos (e não aos dos sócios), surge um conflito potencial entre credores e acionistas. A Lei Societária regula esse conflito ao proteger os credores contra o eventual abuso, pelos acionistas, de sua responsabilidade limitada. Segundo José Luiz Bulhões Pedreira:

"Nas sociedades com fins lucrativos, a pessoa jurídica existe para auferir lucros a serem distribuídos aos sócios. A transferência de lucros é, portanto, da essência da sociedade, e sócios e credores podem ter interesses conflitantes: aos credores interessa o mínimo de distribuições (a fim de preservar ou aumentar a garantia financeira de seus créditos), enquanto que aos sócios pode interessar o máximo de distribuições.

"Se os sócios tivessem liberdade ilimitada de promover a transferência dos bens da sociedade para seus patrimônios, inclusive em prejuízo dos credores sociais, o regime de responsabilidade patrimonial deixaria de ser eficaz nas sociedades. Daí as disposições legais sobre a responsabilidade solidária dos sócios de alguns tipos de sociedade, e sobre o capital social – como mecanismo de garantia

2. Reinier Kraakman e outros, *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, Nova York, Oxford University Press, 2004, p. 1.

dos credores – nos tipos de sociedade em que a responsabilidade de todos os sócios é limitada."[3]

À luz dos vultosos montantes de capital de terceiros tipicamente mobilizados e empregados pelas sociedades por ações e da importância do princípio da responsabilidade limitada, a existência de uma restrição *ex ante* ao direito dos sócios de acessarem os bens patrimoniais não é apenas benéfica aos credores, mas também à própria sociedade, porque lhe permite continuar acessando o mercado de crédito a um custo de capital atraente. Assim argumenta John Armour: "(...) such restrictions can deter *ex post* actions by shareholders (or, more accurately, directors acting on their behalf), which will be inefficient, in the sense of failing to maximize the expected value of the corporate assets, and which are taken with the view of transferring wealth, in an expected value sense, from creditors to shareholders **[JENSEN and MECKLING, 1976]**. This sort of action will result in social losses *ex post* if assets are withdrawn from valuable projects in order to fund such distributions. This would be priced into the interest rate by adjusting creditors; hence, it is in the shareholders' interests to commit not to do it *ex ante* **[BRADLEY and ROBERTS, 2004]**. Moreover, because there are limits to the interest rates it is feasible to charge, the possibility of distributions being paid may deter creditors from lending at all *ex ante*. The result either way would be underinvestment in good projects **[MYERS, 1977]**. Moreover, either way, shareholders too would prefer such restrictions to be imposed *ex ante*".[4]

Por essas razões, pode-se dizer, como princípio, que é tanto no melhor interesse da sociedade quanto no de seus diversos *stakeholders* que a Lei Societária proveja uma tutela adicional aos credores das sociedades por ações em relação àquela concedida por outras leis que regulam o relacionamento entre credores e devedores. Mas essa tutela, certamente, também envolve custos.

Para que seja eficiente, ao limitar o acesso dos sócios aos bens patrimoniais, a Lei Societária deve levar em conta os custos de transação correspondentes. Nesse sentido, Kraakman: "We hasten to add that the benefits of legal protections for creditors come at a cost. In theory, they are supposed to reduce costs, but in practice, they can also increase transaction costs when they are overly rigid and intrusive. Here, as elsewhere in corporate law, the point is not to eliminate opportunism entirely but to bring its costs into rough equilibrium with the costs of controlling it".[5]

Daí que se indaga: onde está o equilíbrio?

Do ponto de vista da sociedade gera-se valor, na medida em que ela invista seus ativos a taxas de retorno superiores ao seu custo de captação. Segundo Tim Kossler:

"What are the four cornerstone of finance and how do they guide the creation of lasting corporate value?

"The first and guiding cornerstone is that companies create value by investing capital from investors to generate future cash flows at rates of return exceeding the cost of that capital (that is, the rate investors require to be paid for the use of their capital). The faster companies can grow their revenues and deploy more capital at attractive rates of return, the more value they create. In short, the combination of growth and return on invested capital (ROIC) drives value and value creation."[6]

3. José Luiz Bulhões Pedreira, *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos*, Rio de Janeiro, Forense, 1989, p. 418.

4. John Armour, *Legal Capital: an Outdated Concept?*, Cambridge, Center for Business Research/ University of Cambridge, março/2006.

5. Reinier Kraakman e outros, *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*, cit., p. 73.

6. Tim Kossler, *Value: the Four Cornerstones of Corporate Finance*, McKinsey & Co., 2011, p. 4.

Dito de outra forma: sob a perspectiva financeira, se a sociedade tiver acesso a projetos que gerem taxas de retorno superiores ao seu custo de captação, a sociedade deve aplicar seus recursos em tais projetos. Caso contrário ela deve retornar os recursos aos sócios, porque investi-los irá diluir o retorno total da sociedade ou, no limite, destruir valor, sempre observado um ponto ótimo em que tal distribuição preserve seu custo de capital. Ainda segundo Kossler: "However, even if cash flow isn't increased with a buyback, some have rightly argued that repurchasing shares can reduce the likelihood that management will invest the cash at low returns. If this is true, and it is likely that management would invest the money unwisely, then you have a legitimate source of value creation because the operating cash flows of the company would increase".[7]

Consequentemente, como princípio norteador, para equilibrar adequadamente os interesses da sociedade, dos sócios e dos credores do ponto de vista financeiro, a Lei Societária deve, a um só tempo, *permitir* ex ante à *sociedade distribuir os bens patrimoniais aos sócios sempre que a sociedade não tiver acesso a projetos cuja taxa de retorno seja superior ao seu custo de capital, de forma a se preservar o valor da sociedade, mas desde que tal distribuição não afete a capacidade da sociedade de honrar pontualmente suas obrigações, de forma a não se prejudicar os credores sociais*.

A disciplina prevista na Lei Societária brasileira não observa esses parâmetros. Ao contrário, ao se fixar no instituto do capital social, ela impõe uma trava à distribuição dos bens que tem pouco que ver com a realidade econômica da empresa ou com sua capacidade de honrar suas obrigações pontualmente e, por isso, ela oferece uma solução que, muitas vezes, é distante do melhor interesse da sociedade e de seus *stakeholders*, incluindo-se os próprios credores. Vejamos, no próximo item, os principais elementos dessa disciplina.

2. A disciplina legal brasileira; capital social

O instituto do capital social tem fortes raízes históricas, tendo sido, ao longo de séculos, acolhido por diversos ordenamentos estrangeiros. Citando Herbert Weidemann, Erasmo Valladão ensina:

"Tal conceito *[o de capital social]*, ideado na Europa Continental, é com razão apontado por Herbert Wiedemann – um dos maiores societaristas contemporâneos – como uma contribuição cultural de primeiro grau. É sobre o instituto do capital social (*Institut des Garantiekapitals*) que se construiu o sistema de proteção aos credores, nas sociedades em que há limitação de responsabilidade dos sócios, como a sociedade anônima, permitindo, assim, o seu pleno desenvolvimento, como observado pelo professor Lamy Filho.

"Com efeito, foi no século XIX, época do surgimento da moderna sociedade anônima (primeiro com o Código Comercial francês de 1807, e, posteriormente, com a Lei francesa de 24.7.1867), que tal instituto foi sendo gradativamente elaborado. Até então as sociedades comerciais tinham, sempre, ao menos um dos sócios solidariamente responsável pelas obrigações sociais (sociedade em nome coletivo, sociedade em comandita, sociedade de capital e indústria, sociedade em conta de participação). Os credores eram protegidos, portanto, por meio do patrimônio pessoal de um ou mais sócios, subsidiariamente ao patrimônio social.

"No momento em que se permitiu aos particulares, livremente, a constituição de sociedades anônimas (precisamente com a mencionada Lei francesa de 24.7.1867 e, entre nós, com a Lei 3.150, de 4.11.1882), nas quais os sócios só respondem pelas ações subscritas ou adquiridas, foi necessário

7. Idem, p. 33.

conceber um sistema eficaz de proteção aos credores, que se deu justamente através do instituto do capital social."[8]

Mauro Rodrigues Penteado assim delineia o instituto:

"(...). É o capital, como salientou Ascarelli, um *ponto fixo de referência*, que oferece a terceiros uma tutela no tocante à gestão da empresa, propiciando, de outra parte, por meio da publicidade, a identificação de suas relações com o patrimônio social de que é titular a sociedade, este último em contínuo processo de mutação.

"(...) o capital funciona, perante o patrimônio da sociedade, como uma '*cifra de retenção*', prendendo no ativo bens suficientes para equilibrá-la; os credores, com esse mecanismo, contam com um índice de garantia patrimonial que mede a variação do patrimônio social em relação ao importe de bens que os acionistas vincularam aos negócios que constituem o objeto social"[9] (grifei).

O capital social é, assim, um cifra, uma medida, uma referência fixa, ou de pouca mutabilidade, que visa a garantir aos credores que determinada quantidade de bens, atrelada fundamentalmente aos aportes feitos pelos sócios, permanecerá vinculada ao negócio.

Com base nessa tradição, o instituto do capital social também foi acolhido pela Lei Societária brasileira. Segundo a "Exposição de Motivos" da Lei 6.404/1976:[10] "O Projeto mantém, na plenitude, a função do capital social de garantir os credores da companhia, conciliando a responsabilidade limitada dos acionistas (indispensável para que se possam associar, na mesma empresa, centenas ou milhares de sócios) com a proteção ao crédito, necessária ao funcionamento do sistema econômico. Procura, além disso, completar e aperfeiçoar o regime legal que visa a proteger sua realidade e integridade".

Especificamente, a partir do instituto do capital social, a Lei Societária estabeleceu as seguintes principais restrições às distribuições de bens patrimoniais aos sócios:

• O art. 30 proibiu a companhia de negociar com suas próprias ações, com exceção das operações de resgate, reembolso, amortização e recompras de ações até o saldo de lucros e reservas (exceto a reserva legal), e sem diminuição do capital social.

• O art. 44 limitou operações de amortização e de resgate aos saldos de lucros e reservas (e, no caso das operações de resgates, ao capital social, desde que sujeitas à oposição de credores quirografários).

• O art. 174 sujeitou a redução do capital social à oposição dos credores quirografários, de acordo com os prazos e procedimentos ali previstos. E:

• O art. 201 vedou à sociedade distribuir dividendos do capital social e da conta da reserva de capital (exceto na hipótese prevista no § 5º do art. 17).

Tomados em conjunto, esses dispositivos buscam tutelar os credores em três níveis distintos e sucessivos. Num primeiro nível, até o limite do capital social fixado no estatuto (formado por meio de contribuições dos sócios e cuja modificação deve observar rígidas regras legais), a distribuição dos bens patrimoniais é basicamente vedada (ou depende do consentimento dos credores quirografários), conforme o princípio da intangibilidade do capital social. Para esses fins, a absorção prévia dos prejuízos, até o limite do capital social, é compulsória.

8. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, "Capital social e negociação com as próprias ações", in Rodrigo R. Monteiro de Castro, Walfrido J. Warde Jr. e Carolina Guerreiro (coords.), *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*, São Paulo, Quartier Latin, 2013, p. 794.

9. Mauro Rodrigues Penteado, *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*, 2ª ed., São Paulo, Quartier Latin, 2012, p. 37.

10. Atenho-me neste trabalho exclusivamente às sociedades anônimas, cujo regramento é parecido – mas não idêntico – com aquele das sociedades limitadas.

Num segundo nível, até o limite da reserva de capital (formada por contribuições não originadas dos lucros auferidos nas operações, a partir de contribuições dos sócios – destinadas livremente com fundamento no parágrafo único do art. 14 da Lei Societária – ou de terceiros), a distribuição dos bens patrimoniais é parcialmente permitida, porque não alcança a distribuição de dividendos (com exceção daqueles previstos no § 5º do art. 17 da Lei Societária). Nesse nível, a absorção prévia dos prejuízos é facultativa (à luz do disposto no art. 200 da Lei Societária).

E, num terceiro nível, acima do capital social e da reserva de capital, a sociedade aufere lucro e os bens patrimoniais são passíveis de distribuição livre aos sócios, sujeitos às regras e procedimentos previstos na Lei Societária e no estatuto.

Esses níveis interagem entre si, de forma que os eventuais prejuízos sejam absorvidos, primeiramente, por todos os lucros acumulados e reservas de lucros da sociedade, e só depois disso pelo seu capital social (e, facultativamente, pela sua reserva de capital). Diz-se, assim, que o regime busca conferir uma margem de segurança e estabilidade aos credores, já que, ao longo do tempo, uma certa quantidade de bens (expressa pela cifra do capital social) deverá ficar presa no patrimônio da sociedade, relativamente imune aos eventuais prejuízos do negócio.

Mas, se é verdade que o capital social vincula determinada medida de bens ao patrimônio, isso não quer dizer que essa medida seja aquela que melhor equilibra os interesses da sociedade e de seus *stakeholders*, incluindo-se os próprios credores.

Com efeito, se, conforme argumentado anteriormente, é no melhor interesse da sociedade e dos *stakeholders* que exista, *a priori*, uma medida correta de bens presa ao patrimônio, é fundamental que essa medida seja estabelecida de maneira adequada à realidade econômica da empresa. Caso contrário, em determinadas situações em que a distribuição dos bens pela sociedade não afete sua capacidade de honrar pontualmente suas obrigações, ela se verá forçada a investir os bens nela travados em projetos cuja taxa de retorno é inferior ao seu custo de capital, destruindo-se o valor da sociedade; em outras situações serão permitidas distribuições de bens que, de fato, prejudiquem os credores, por afetarem adversamente a capacidade de pagamento da sociedade.

Para ilustrar esse argumento tome-se o exemplo hipotético de uma sociedade "A" que tenha acesso exclusivamente a projetos cuja taxa de retorno seja inferior ao seu custo de captação. A cada vez que investe, a sociedade "A" destruirá valor, e, portanto, é do seu melhor interesse distribuir os bens aos sócios, para que eles invistam em projetos mais rentáveis. Digamos, ademais, que a sociedade "A" tenha a seguinte situação patrimonial:

• Ativo, no montante de R$ 8 milhões, representado integralmente por um certificado de depósito bancário de resgate imediato, emitido por banco de primeira linha.

• Apenas um passivo quirografário, de longo prazo, no montante de R$ 1 milhão. E:

• Patrimônio líquido, de R$ 7 milhões, constituído por uma conta de capital social de R$ 6 milhões e lucros acumulados e reservas de lucros de R$ 1 milhão.

Nessa situação, o montante dos bens travados no patrimônio, via capital social, de R$ 6 milhões, é excessivo em relação ao montante e ao prazo de pagamento do passivo da sociedade "A" (R$ 1 milhão, devidos no longo prazo). Portanto, do ponto de vista econômico-financeiro, como não tem acesso a projetos suficientemente rentáveis, a sociedade deveria distribuir o excesso de patrimônio aos sócios. Em outras palavras: após considerado o passivo, a sociedade deveria ter a liberdade de distribuir uma parcela relevante do capital social aos sócios, independentemente da manifestação do credor, porque tal distribuição gerará valor para a sociedade e não irá afetá-los negativamente.

Tome-se, por outro lado, o exemplo hipotético de uma sociedade "B" que também tenha acesso exclusivamente a projetos cuja taxa de retorno seja inferior ao seu custo de capital. Diferentemente da sociedade "A", digamos que a sociedade "B" tenha a seguinte situação patrimonial:

• Ativos, no montante de R$ 8 milhões, representados por um imóvel com baixíssimo perfil de liquidez no valor de R$ 7,1 milhões e caixa no montante de R$ 900 mil.

• Apenas um passivo quirografário de curto prazo, no montante de R$ 7 milhões. E:

• Patrimônio líquido, de R$ 1 milhão, constituído por uma conta de capital social de R$ 100 mil e lucros acumulados e reservas de lucros de R$ 900 mil.

Nessa situação, seria prejudicial aos credores a distribuição de qualquer bem patrimonial, fosse ela no limite do capital social ou dos lucros, porque deixaria a sociedade com patrimônio muito pouco líquido para fazer frente ao elevado passivo de curto prazo. Por outras palavras: a proteção concedida pelo capital social (que, ao menos em tese, permitiria a distribuição aos sócios dos lucros de R$ 900 mil, via dividendos) seria, no caso dos credores da sociedade "B", amplamente insuficiente.

Como se pode notar, no modelo previsto na Lei Societária a quantidade de bens travada na sociedade pode independer do impacto que eventual distribuição acarretaria na solvabilidade ou liquidez patrimonial da sociedade. Para que fosse eficiente, o modelo deveria levar em conta o efeito da distribuição dos bens na situação econômico-financeira da empresa e na qualidade do crédito, travando bens apenas até o montante que, à luz da realidade específica da empresa, pudesse comprometer a qualidade do crédito e impedindo distribuições que pudessem efetivamente impactar adversamente a capacidade da sociedade de honrar pontualmente suas obrigações.

É nesse sentido que argumento ser uma "fantasia" a reiterada noção de que o capital social representa adequada "garantia dos credores", porque, estabelecido de maneira desvinculada da realidade econômica da empresa, ele é uma medida que tanto impede a realização de distribuições que não prejudicariam credores quanto trava bens em montantes potencialmente inferiores àqueles que os protegeriam adequadamente.

Com isso concorda Manning, para quem: "The best argument suggesting that the system has some protective consequence for creditors is historical, cultural and psychological. For more than 150 years, it has been thought important that an enterprise have something called 'capital', and the concept has acquired an aura of respectability, whatever its actual significance to real creditors in real business situations".[11]

E, ademais, quando conclui que: "Legal capital is entirely a legal invention, highly particularized in its meaning, historical in reference, and not relatable in any way to the economic condition of the enterprise".[12]

Por esses e outros motivos, no Brasil o instituto do capital social também tem sido alvo de inúmeras críticas. Mauro Rodrigues Penteado, por exemplo, assim enumera algumas delas: "2. Concebido inicialmente para propiciar a devida tutela aos credores sociais, o instituto do capital social, pelas naturais imperfeições inerentes a um regime jurídico que se propõe a alcançar a ideal congruência entre uma cifra estática e um dinâmico conjunto de relações jurídicas, veio sendo submetido a críticas por parte da doutrina, que chegou a contestar a sua própria utilidade para realizar tal mister. Essas objeções provêm, de um lado, da forma unilateral e em princípio discricionária com que é fixado, sem que os credores sejam ouvidos sobre as decisões atinentes à sua modificação; sob esse prisma, questiona-se a ausência ou até mesmo a impossibilidade de existência de regras que imponham a

11. Bayless Manning., *Legal Capital*, 4ª ed., University Casebook Series, Foundation Press, 2013, p. 94.

12. Idem, p. 44.

composição de um capital adequado para a constituição e funcionamento das sociedades, dadas as realidades multiformes apresentadas pelas empresas. Do ponto de vista contábil, a 'maquinaria' do capital social, construída em torno da cifra inscrita no balanço para fins de apuração do lucro, faz tábula rasa das prévias decisões contábeis que, facilmente fraudadas, podem distorcê-lo completamente (...)".[13]

À luz de suas patentes fragilidades, os regimes legais referentes à distribuição de bens aos sócios de diversos ordenamentos jurídicos estrangeiros foram alvo de profunda evolução, incluindo-se os Estados Unidos. Ali, desde 1987, o *Revised Model Business Corporation Act*, atualmente adotado substancialmente por cerca de 30 Estados norte-americanos, alterou significativamente o regramento desta matéria.

No relatório legislativo que deu base para a adoção dessa mudança (*1980 Committee Report*) asseverou-se que:

"The amendments to the financial provisions of the Model Business Corporation Act (the 'Model Act') reflect a complete modernization of all provisions of the Model Act concerning financial matters, including (a) the elimination of the outmoded concepts of stated capital and par value, (b) the definition of 'distribution' as a broad term governing dividends, share repurchases and similar actions that should be governed by the same standard, (c) the reformulation of the statutory standards governing the making of distributions, (d) the elimination of the concept of treasury stock, and (e) the making of a number of technical and conforming changes which are necessary or advisable in connection with the basic revisions.

"It has been long recognized by practitioners and legal scholars that the pervasive statutory structure in which 'par value' and 'stated capital' are basic to the state corporation statutes does not today serve the original purpose of protecting creditors and senior security holders from payments to junior security holders, and may, to the extent securities holders are led to believe it provides some protection, tend to be misleading. In light of this recognized fact, the Committee on Corporate Laws has, as part of the fundamental revision of the financial provisions of the Model Act, deleted the mandatory concepts of stated capital and par value."

Essencialmente, na ausência do instituto do capital social, o regime previsto pelo *Revised Model Business Corporation Act* norte-americano estabeleceu dois testes para permitir a distribuição de bens patrimoniais aos sócios.

Um primeiro teste (*equity solvency test*, previsto na Seção 6.40(c)(1) do *Revised Model Business Corporation Act*) referente à capacidade da sociedade de honrar pontualmente suas obrigações, segundo o qual "no distribution may be made if, after giving effect[,] the corporation would not be able to pay its debts as they become due in the usual course of business (...)".

E um segundo teste (*balance sheet test*, previsto na Seção 6.40(c)(2) do *Revised Model Business Corporation Act*), referente ao patrimônio líquido da sociedade, segundo o qual "no distribution may be made if, after giving effect[,] the corporation's total assets would be less than the sum of its total liabilities (...)".

Note-se, neste particular, que, ao escapar das amarras do capital social, o modelo norte-americano vinculou a decisão de distribuição dos bens aos sócios à situação econômico-financeira efetiva da empresa no momento de tal distribuição, preservando, além disso, uma vedação a distribuições que possam tornar negativo o patrimônio líquido da sociedade.

3. Elementos para um modelo alternativo

Feitas estas ponderações, abordo, neste último item, os principais elementos que

13. Mauro Rodrigues Penteado, *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*, cit., 2ª ed., p. 42.

poderiam constituir um modelo alternativo de regramento das distribuições de bens patrimoniais aos sócios.

3.1 Sociedades sujeitas ao novo regime

De início, uma ponderação relevante diz respeito às sociedades que deveriam estar sujeitas ao novo regime. Sem prejuízo das inúmeras críticas e fragilidades do modelo atual, há de se admitir que ele é muito difundido na prática comercial brasileira atual. Em particular para as companhias fechadas de menor porte financeiro, que acessam com menos vigor o mercado de créditos, pode fazer sentido dar-se aos sócios uma opção pela qual eles possam escolher, inserindo uma cláusula expressa nesse sentido no estatuto social, entre se sujeitarem ao regime atual ou adotarem o novo regime. Para todas as demais sociedades a adoção do novo modelo poderia ser mandatória.

3.2 Princípio orientador do modelo alternativo

Conforme mencionado no item 1, para orientar as distribuições de bens da sociedade aos sócios poderia ser adotado um princípio segundo o qual a sociedade estaria apta a distribuir bens patrimoniais aos seus sócios sempre que ela não tivesse acesso a projetos cuja taxa de retorno fosse superior ao seu custo de capital, de forma a se preservar o valor da sociedade, mas desde que tal distribuição não afetasse a capacidade da sociedade de honrar pontualmente suas obrigações, de forma a não se prejudicar os credores sociais.

Essencialmente, o novo modelo traria uma novidade em relação ao critério principal de segurança dos credores, que passaria do *estoque* (de bens presos ao patrimônio, vinculado aos aportes feitos pelos sócios) ao *fluxo* que a sociedade espera gerar para honrar pontualmente suas obrigações. Com efeito, ainda que o patrimônio do devedor seja relevante, ele não pagará suas dívidas pontualmente na medida em que não gere fluxos de recursos livres em montante suficiente para fazer frente a tais obrigações nas respectivas datas de pagamento.

3.3 Critérios para distribuição de bens patrimoniais

O nível adequado de bens que podem ser distribuídos aos sócios sem se afetar a capacidade de satisfação das dívidas num determinado período é uma função de diversos fatores associados com os negócios, ativos, passivos e fluxos de caixa do devedor.

Dentre tais fatores, seus sócios e administradores poderiam considerar os seguintes:

• O nível de demanda projetada para seus produtos e serviços ofertados pela sociedade, em termos de quantidade e preços pelos quais a sociedade estima ofertá-los, bem como os custos, despesas e capital que espera empregar no negócio, à luz do cenário macroeconômico, da estratégia de negócios da sociedade, da sua força competitiva na indústria em que está inserida e das características específicas de sua cadeia de valor. Para esse fim, a sociedade deveria basear a análise no seu plano de negócios, no seu orçamento e numa projeção de fluxo de caixa para o período coberto pelas suas dívidas.

• O valor contábil e de mercado dos ativos não distribuídos em relação ao seu passivo total, bem como a liquidez de tais ativos, mormente no que diz respeito aos ativos não associados diretamente com as principais atividades da sociedade (ativos *non-core*). Para esse fim, a sociedade deveria, além do seu plano de negócios, basear a análise no seu balanço patrimonial contábil e a valor de mercado.

• O endividamento total, no curto e longo prazos, e a capacidade de refinanciamento da sociedade, considerando-se o perfil de endividamento da sociedade e as condições do mercado de crédito. Para esse

fim, a sociedade deveria, além do seu plano de negócios, basear a análise no seu balanço patrimonial e em consultas com bancos e outros financiadores. E:

• Os efeitos da distribuição no custo de captação da companhia e na sua capacidade de pagar as dívidas quirografárias pontualmente. Para esse fim, a sociedade poderia utilizar-se de determinados índices de solvência e liquidez patrimonial, tais como, por exemplo, os índices de liquidez corrente, de liquidez seca e de liquidez imediata, os índices de endividamento geral, de cobertura de juros e de dívida líquida em relação ao seu lucro operacional (por exemplo, EBITDA), os quais são comumente usados por financiadores no mercado de créditos. Para esse fim, a sociedade deveria, além do seu plano de negócios, basear a análise nas suas demonstrações financeiras atuais e *pro forma*, incluindo-se o seu fluxo de caixa projetado para o período coberto pelas dívidas.

Conforme se pode notar, o novo regime estaria essencialmente vinculado à realidade econômico-financeira da empresa, inserida no cenário macroeconômico do País e na dinâmica competitiva de sua indústria, e à sua capacidade de honrar pontualmente as dívidas no momento da distribuição.

3.4 Política

Um dos princípios fundamentais do instituto do capital social é o da publicidade, segundo o qual, antes de concederem seus créditos, os credores podem ter ciência, via disposição expressa do estatuto social, da quantidade de bens travados no patrimônio do devedor.

Este princípio poderia ser preservado no novo modelo, e amplamente modernizado. Para tanto, os sócios poderiam aprovar em assembleia-geral, e a sociedade poderia publicar na sua página eletrônica na Internet, uma politica de distribuição de bens patrimoniais aos sócios (que incluiria a política de dividendos, que é atualmente adotada e publicada por diversas companhias abertas).

Nessa política a sociedade explicitaria, dentre outros elementos, as situações e parâmetros financeiros, operacionais, de mercado e de refinanciamento em que se permitiria a livre distribuição de bens patrimoniais aos sócios, bem como as situações e parâmetros que dependeriam de consulta prévia a uma categoria ou à totalidade dos credores, com base em regras e procedimentos a serem observados pela administração e pelos acionistas em cada distribuição.

Além disso, a política poderia estabelecer critérios para a determinação de uma quantidade de bens que ficariam travados no patrimônio para fazer frente aos eventuais prejuízos do negócio, nas diversas situações. No limite, poderia ser em montante equivalente ao do seu capital social se, no caso concreto, a sociedade entendesse, a partir da interação com seus credores, que isso seria no seu melhor interesse.

Dentre outros procedimentos, a política poderia exigir, para determinados casos mais relevantes em termos de montante da distribuição, solvabilidade e liquidez patrimonial, a preparação de análise por parte de terceiro especializado em que se certificasse o efeito da distribuição sobre a sociedade e seus credores, a partir das demonstrações financeiras da sociedade, bem como a conformação da distribuição patrimonial com a política.

Esse tipo de procedimento é comum, por exemplo, em operações de fechamento de capital de companhias abertas, cujo valor justo das ações é determinado a partir de laudo preparado por empresa especializada (tipicamente, por um banco de investimento), conforme exigido, por exemplo, pela Instrução 361 da Comissão de Valores Mobiliários/CVM. Mesmo quando não exigido pela regulamentação específica, também é comum à administração obter análises financeiras de empresas especializadas em operações societárias como incorporação, ou incorporação de ações, em que acionistas podem questionar

a relação de troca das ações das sociedades envolvidas.

3.5 Manifestação dos credores

Para segurança dos credores, nas situações estipuladas na política que caracterizassem potencial risco excessivo a eles e na alteração da política, seu consentimento prévio poderia ser mandatório. Os parâmetros seriam de conhecimento público, e, portanto, seriam levados em conta e precificados pelos credores no momento da concessão dos créditos.

Neste ponto, diversas evoluções em relação ao modelo atual também seriam valiosas.

No modelo atual, como o credor quirografário pode requerer a aceleração do vencimento do crédito em qualquer hipótese, pode-se causar uma mudança no prazo médio de pagamento das dívidas e, com isso, afetar negativamente o custo de capital da sociedade, em prejuízo da sociedade, dos sócios e dos demais credores.

Essa solução injusta pode acontecer, por exemplo, se um credor quirografário relevante requerer a antecipação da data de vencimento do seu crédito de longo prazo, ainda que a redução não tenha impacto sobre seu crédito. Ao requerer a antecipação, trazendo para o curto prazo uma dívida de longo prazo, o credor poderá afetar negativamente a liquidez do patrimônio da sociedade como um todo e, consequentemente, a capacidade de satisfação de seu passivo total, impactando o valor de todas as dívidas da sociedade e seu custo de captação. Isso não ocorreria se o modelo focasse na capacidade de pagamento da sociedade.

Alguns argumentariam que no modelo atual, se não houvesse piora da qualidade de seus créditos, os credores quirografários não teriam interesse em requerer sua aceleração. Contudo, nesse particular a lei cria um problema de *hold-out*, em que um agente tem um manifesto incentivo negativo em relação a todos os demais.

Assim, nas hipóteses em que a política de distribuição de bens concedesse o direito de consentimento prévio aos credores, eles deveriam manifestar-se a partir do voto de determinada maioria, reunidos como categoria (por tipo de garantia ou prazo de vencimento, por exemplo), em assembleia de credores.

Note-se que a Lei Falimentar requer a união dos credores em assembleias, atuando coletivamente. Contrariamente, a solução prevista atualmente no art. 174 da Lei Societária dá a cada credor quirografário, para todos os efeitos práticos, uma *put* do crédito contra o devedor, desequilibrando os incentivos e criando solução potencialmente injusta para todos os demais.

Também os prazos de manifestação dos credores poderiam ser revistos, mormente o período de 60 dias previsto no art. 174 da Lei Societária. Além de ser muito dilatado, o prazo aplica-se independentemente do montante do passivo quirografário da sociedade. Apenas para fins de comparação, o prazo de convocação de assembleias de acionistas é de 15 dias (30 dias relativamente a negócios jurídicos muito mais relevantes para a sociedade).

Num mundo pré-digital, em que os credores tinham muito menos acesso à informação, até poderia fazer sentido um prazo dilatado para a ampla divulgação da informação e para a formação do juízo dos credores. Mas atualmente esse prazo não é realista e acarreta prejuízos à sociedade, que não pode distribuir os bens e gerar mais valor durante tal período. Assim, nos casos em que a política previsse a prévia manifestação dos credores, o prazo poderia ser reduzido para 15 dias.

3.6 Proposta de distribuição de bens

No âmbito da política de distribuição de bens, caberia, no novo modelo, aos acionistas aprovar a distribuição, na situação concreta,

baseando-se numa proposta da administração, na mesma linha do procedimento atualmente adotado pelas sociedades para a distribuição de dividendos.

Para evitar abusos, a proposta de distribuição dos ativos, elaborada pela administração, deveria ser acompanhada de uma justificativa pormenorizada que demonstrasse seus efeitos para a sociedade e seus *stakeholders*, conforme os critérios mencionados anteriormente. Essa justificativa deveria ser publicada conjuntamente com a ata de aprovação da distribuição e disponibilizada na página eletrônica da sociedade na Internet.

3.7 Responsabilidade

A decisão de distribuir bens do patrimônio aos sócios faz parte das outras decisões cotidianas da sociedade relativamente à sua estrutura de capital e financiamento. Nesse particular, os administradores devem obedecer aos seus deveres fiduciários previstos na Lei Societária.

No que diz respeito aos credores, ao conceder mais flexibilidade às distribuições patrimoniais, o regime estaria, ao menos em tese, mais aberto a abusos. Para evitá-los, uma mudança no regime poderia ser acompanhada de um sistema de responsabilização adicional dos acionistas controladores e dos administradores se sobreviesse a recuperação judicial ou falência da sociedade em determinado período curto posterior à deliberação (exceto se tal responsabilidade fosse afastada em assembleia de credores prevista na política de distribuição de bens) ou no caso de descumprimento da política de distribuição de bens, de forma a se criar restrições adicionais àquelas decorrentes dos deveres fiduciários previstos na Lei Societária nesses casos extremos.

3.8 Formação do capital social

Como ponto final, ressalto que o modelo atual envolve tutelas adicionais àquelas relativas à distribuição do patrimônio aos sócios, notadamente no que concerne à formação do patrimônio das sociedades. Não argumento contrariamente às regras que protegem a formação do patrimônio da sociedade, incluindo-se o disposto no art. 8º da Lei Societária. Esse regramento é no melhor interesse dos sócios, dos credores e da sociedade, por assegurar que a parcela do patrimônio aportada pelos sócios de fato exista e tenha valor mensurado por terceiros.

Em síntese, por todos esses motivos, concluo que, se o regime de tutela dos credores em relação às distribuições dos bens patrimoniais aos sócios deve existir, ele merece ser amplamente modernizado, para efetivamente equilibrar o melhor interesse da sociedade e dos seus *stakeholders*, incluindo-se credores, à luz da real situação econômico-financeira da sociedade no momento da operação. E, para isso, na linha do modelo proposto, é preciso repensar a fantasiosa cifra do capital social como referência para tais distribuições.

Bibliografia

ARMOUR, John. *Legal Capital: an Outdated Concept?*. Cambridge, Center for Business Research/University of Cambridge, março/2006.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, GUERREIRO, Carolina, e WARDE JR., Walfrido J. (coords.). *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo, Quartier Latin, 2013.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. "Capital social e negociação com as próprias ações". In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, GUERREIRO, Carolina, e WARDE JR., Walfrido J. (coords.). *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo, Quartier Latin, 2013.

KOSSLER, Tim. *Value: the Four Cornerstones of Corporate Finance*. McKinsey & Co., 2011.

KRAAKMAN, Reinier, e outros. *The Anatomy of Corporate Law: a Comparative and Functional Approach*. Nova York, Oxford University Press, 2004.

MANNING, Bayless. *Legal Capital*. 4ª ed. University Casebook Series, Foundation Press, 2013.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e Demonstrações Financeiras da Companhia: Conceitos e Fundamentos*. Rio de Janeiro, Forense, 1989.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumentos de Capital das Sociedades Anônimas*. 2ª ed. São Paulo, Quartier Latin, 2012.